

会社法立法の日米比較（3・完）

—— 行政主導モデルと司法依存モデル ——

玉井利幸

目次

- I. はじめに
- II. デラウエア会社法の特徴
 - A. デラウエア会社法の特徴：自己抑制的な立法と司法への依存
 - B. デラウエア会社制定法の立法過程
 - C. デラウエア会社制定法の立法ポリシー（以上第58巻第1号）
 - D. デラウエア裁判所と判例法理の特徴
- III. 日本の新会社法の特徴
 - A. 新会社法の立法ポリシーの特徴
 - B. 新会社法の立法過程（以上第58巻2・3合併号）
 - C. 立法ポリシーの変化：法務省令の変質
- IV. 会社法立法の日米比較
 - A. 相異点
 - B. 類似点
- V. 終わりに（以上本号）

Ⅲ. 日本の新会社法の特徴

C. 立法ポリシーの変化：法務省令の変質

新会社法の立法ポリシーの特徴は、行政の主導による積極的な成文化にある。行政主導というポリシーは、立法レベルでは法務省令への委任の多用に、行政レベルでは法務省令の実質化に表れている。旧商法でも法務省令への委任は行われていたが、行政主導の積極的な成文化という立法ポリシーを反映して、新会社法下の法務省令は質・量ともに大きく変化した。法務省令への委任事項の

数と法務省令の条文数が大幅に増加し、実質的な内容をもつ規定が過半数を超えるようになった。新会社法の行政主導の立法ポリシーを象徴するのはこのような法務省令の変質であるので、以下では、なぜ法務省令は変質したのかを考える。

法務省令が変質した理由を説明する仮説はいくつか考えることができる。それについては既に別稿で考えたので¹⁹⁷⁾、以下ではその概要を簡単に述べる。別稿では、法務省は公共の利益を増進させるために法務省令を用いたという法務省性善説的な観点からの説明と、法務省は自己の利益を追求するために法務省令を活用したという法務省性悪説的な観点からの説明を試みた。

性善説的な観点からの説明は、まず、法務省の巻き返しである¹⁹⁸⁾。法務省は新会社法の制定により会社法の規制緩和を目指したが、内外の様々な利益集団の圧力により、法務省が想定していた以上に「緩い」会社法が制定されてしまった。法務省が理想と考えるよりも緩和されすぎてしまった会社法に規律を取り戻すために、法務省令を用いたという仮説である。しかし、会社法の立案スタッフの一人が語るように、経済界のニーズに最大限応えうように会社法の作成を行ったようであるので¹⁹⁹⁾、この仮説は説得的でないかもしれない。

もう一つは、法制作コストの削減である²⁰⁰⁾。明確で詳細な規定を作成すれば、会社関係者の法的帰結についての予測可能性を高めうる。しかし、立法レベルでの法制作には、法内容決定のための調査コストや法文作成コストだけでなく、審議会での審議や内閣法制局の審査、国会審議など時間的・手続的なコスト、利害関係人の利害の調整コストなど、直接的・間接的な様々なコストがかかる。時間的な制約を克服し、このような制作コストを削減するために法務省令に委ねる部分を大きくした。自由な会社法制の下で、会社関係者の便宜のために明確な指針を与えるべく、いわば行政サービスの観点から、詳細で明

197) 玉井利幸「会社法の柔軟化における法務省令の役割ーなぜ法務省令は変質したのかー」商学討究57巻1号(2006年)115-133頁参照。

198) 玉井・前掲注197・117-121頁参照。

199) 稲葉・郡谷対談177頁参照。

200) 玉井・前掲注197・121-125頁参照。

確な規定を提供しようとしたが、立法レベルで会社法のあらゆる問題について詳細で明確な規定を作ろうとするとコストが嵩むので、法務省令を活用したという仮説である。

法務省性悪説的な観点からも説明が可能かもしれない²⁰¹⁾。行政組織は、一般に、公益目的だけでなく、組織それ自体の利益と組織の構成員の利益の拡大を図るためにも行動するという仮定を前提にすると、法務省の組織それ自体と構成員の利益を図るために、法務省令が積極的に利用されたという仮説を作ることができる。まず、法務省の組織の利益の拡大から考えてみる。行政組織は、立法、司法という他の国家作用の一部を侵食したり、他の省庁の所管事項に侵入することによって、組織の利益を拡大することができる。法務省令へ実質的な事項を委任し、法務省のポリシーにより会社法の問題の解決を提供しようとしているのは、立法と司法の作用の一部を収奪する試みと考えることも可能である。

次に、法務省の構成員の利益拡大である。会社法の立案スタッフは会社法の立法過程に大きな影響を与えているので、会社法の立法を通じた構成員の利益拡大を考える際は、立案スタッフの利益も含めて考えるべきである。立案スタッフの利益は、立案スタッフが属している専門職業界の利益と、立案スタッフ自身の個人的な利益の二つに分けられる。まず、専門職業界の利益である。立案スタッフには、局付検事などの公務員だけでなく、弁護士や会計士が加わっていた。そのため、これらの専門職業界の利益が会社法立法に反映されている可能性がある。会社法を過度に詳細で複雑にすれば、それを利用するためにリーガルアドバイスの需要を高めることができる。法務省令を用いて複雑で過剰な成文化を行うことによって、自らの提供するリーガルサービスの価値を高め、需要を増加させようとしたのかもしれない。次に、立案スタッフの個人的な利益である。会社法が詳細で複雑であればあるほど、立案スタッフは、短期的には、会社法に関する優位性を保つことができる²⁰²⁾。立案スタッフが自己のリー

201) 玉井・前掲注197・126-132頁参照。

202) 西田章『弁護士の就職と転職』商事法務（2007年）91-92頁参照。

ガル・プロフェッション市場における価値を高めるために、法務省令を多用し、過度に複雑な会社法を作成したのかもしれない。

Ⅳ. 会社法立法の日米比較

これまで述べてきたように、デラウエア会社制定法は成文化に消極的である。規定を設けなかったり曖昧な文言を用いることによって、事前のポリシーの選択や具体的な法内容の提供を可能な限り回避し、裁判所の判断に委ねる傾向がある。このような、ポリシー選択や法の具体的な意味内容の提供が事後的に行われることが予定されている法準則はスタンダード²⁰³⁾と呼ばれる。デラウエア会社制定法はスタンダードを志向する傾向がある。それに対し、日本の新会社法は、会社に関する法的事象を予め可能な限り成文化し、事前にポリシー選択と具体的な法内容の決定を行おうとしている。このような、法の具体的な意味内容が事前に与えられている法準則はルールと呼ばれる。日本の新会社法はルールを志向する傾向が強い。このパートでは、スタンダード志向とルール志向というそれぞれの立法ポリシーの違いが法の運用機関や私人に与える影響や、そのような立法ポリシーと会社法を取り巻く制度的な要因との関係について考えることにする。その前提として、まず、ルールとスタンダードの一般的な特徴やそれぞれのメリットとデメリットを簡単に述べる。

A. 相 異 点

1. ルールとスタンダード

ルールとスタンダードについてはいくつかの定義があるが²⁰⁴⁾、本稿では、

203) ここまでは、ルールとスタンダードという語を本文で述べた意味で用いる場合は、「ルール」と「スタンダード」と表記してきたが、以後は鉤括弧をつけずにルールとスタンダードと表記する。

204) 論者によってルールとスタンダードの定義には違いが見られる。例えば、Ehrlich 教授と Posner 教授は、裁定者が法的帰結を導き出すのに考慮することの

法の具体的な内容が事前に与えられているものがルールであり、事後的に与えられるものがスタンダードであるとする Kaplow 教授の定義に従っておく。

ルールとスタンダードの特徴や、それぞれのメリット・デメリットを考えるには、法に関与する3者の観点から、場面を分けて考えるのが便宜である。法に関係するのは、立法等の法規範の制作に関与する者、作成された法をもとに意思決定と行動を行う者、裁判所など法規範の適用・執行を行う者の3つに大別することができる。このように、法の制作者、利用者、執行者の観点から、法の制作段階、利用段階、執行段階の3つの場面に分けて考えることにする²⁰⁵⁾。

できる事情が多いか少ないかで両者を区別している。法的命令が、限定された事実の存在によって確定的な法的帰結を導き出すように裁定者を拘束している場合は、その法的命令はルールであり、裁定者により大きな裁量を与えている場合がスタンダードであるとする。Isaac Ehrlich & Richard A. Posner, *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, 3 J. LEGAL STUD. 257, 258 (1974). Ayres 教授も Ehrlich と Posner 教授の区別に従っている。Ian Ayres, *Preliminary Thoughts on Optimal Tailoring of Contractual Rules*, 3 S. CAL. INTERDIS. L. J. 1, 4 (1993).

Sullivan 教授は、明確に規定された事実の存否に応じて明確な帰結を出すように裁定者を拘束している法的指令がルールであるとしている。ルールの場合は、裁定者は、背景的な原則 (principle) や政策 (policy) などの価値の選択ができず、裁定者の裁量は事実の判断に限定されている。一方、裁定者が背景的な原則や政策を事実 directly 適用することを認めている法的指令がスタンダードであるとしている。スタンダードは、裁定者にすべての関連する要素または全体の状況を考慮に入れることを認めるため、裁定者の裁量は大きい。Kathleen M. Sullivan, *The Justices of Rules and Standards*, 106 HARV. L. REV. 22, 58-59 (1992).

Kaplow 教授は、裁定者の判断が依拠する事実の多寡を複雑性 (complexity) と呼んで、分析の中に取り込んでいる。Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L. J. 557, 565-67 (1992).

205) 単純化のため、同じ法的問題を取り扱う法準則をルールとして規定した場合と、スタンダードで規定した場合を想定して比べている。実際には、問題の性質によって事前の制作コストや執行のコストは変りうる。ルールとスタンダードについての詳細な分析は、Kaplow, *supra* note 204 を参照。本文で法の制作、利用、執行の3段階に分けて比較しているのも、Kaplow の3期間モデルに倣っているからである。Kaplow 教授の分析については、森田果「最密接関係地法 - 国際私法と “Rules versus Standards”」ジュリスト1345号 (2007年) 66-70頁も参照。なお、玉井利幸「会社法の自由化と事後的な制約 - デラウェア会社法を中心に - (2)」一橋法学3巻3号 (2004年) 1129-45頁と1130頁の注119、1131頁の注120と注121で引用されている文献も参照。

制作段階で、ルールとスタンダードを簡単に比較してみる。ルールは、スタンダードに比べると、制作のコストが多くかかる。事前にポリシー選択を行い法の具体的内容を決定する必要があるので、ルール作成のためには、どのような内容が望ましいかを調査する必要がある。ある法的問題について利害の対立する集団があり、どのようなポリシーを採用するべきかについて対立あるときは、利害関係者の利害を調整し、予めポリシーの対立を解決しなければならない。法の内容を成文化するための費用もかかる。それに対し、スタンダードは、ルールに比べると、事前の法の制作コストは低い。法の具体的内容の決定やポリシーの選択を先送りできるので、ルールのように、具体的な法内容決定のための情報収集や調査は必要ない。利害対立のある問題であっても、予め利害関係者の間の調整を図る必要性は乏しい。法の具体的な内容を明確に規定する必要がないので、成文化のための費用もルールに比べると大きくない。

次に、利用段階である。法を利用する私人にとっては、ルールは、法の具体的な内容が提示されているので、法的帰結の予測可能性が高く、意思決定を行いやすい。法の制作者としても、法のメッセージが利用者に伝わりやすいので、制作者の意図した行為がなされることが期待しやすい（コンプライアンスを期待しやすい）。それに対し、スタンダードの場合、法を利用する私人にとっては、ポリシーの選択や法的意味内容の具体化がなされておらず、法的帰結の予測可能性が低いので、意思決定が困難かもしれない。そのため、望ましい行為が抑制されてしまうかもしれない²⁰⁶⁾。スタンダードの曖昧さを補うために当事者が自発的に取決めを結ぶことができるかもしれないが、そのためには専門家の良質なアドバイスが必要であるかもしれない。ルールと比べると、スタンダードの場合は、法の利用者が法の制作者の意図とは合致しない行動を取る可能性が高いかもしれない。

最後に、執行段階である。ルールの場合、法の執行もそれほど費用をかけずに容易に行うことができる。法の内容が明確に提示されているので、私人は訴

206) 抑制的な効果は、スタンダードが禁止的な強行法規である場合は強くなりうる。

えを提起する必要があるかもしれない。訴えがなされても、裁判所は、事実を確定し、既にルールで示されている法的内容に従っているかどうかを判断すればよい。スタンダードのように、執行機関が事案に応じて事後的にポリシーの選択を行い法創造を行う必要はない。それに対し、スタンダードの場合は、事後的な事実の発生を待って、ポリシーの選択や法の内容の確定が行われるので、事案に応じた柔軟な解決を導くことが可能になるが、その分スタンダードの執行にはコストがかかる。私人が訴える私的コストだけでなく、裁判所が事件ごとに事案に応じた法創造を行う必要があるので、公的コストも高い。

法の発展についても影響を与えうる。ルールの場合、法の具体的内容が予め成文で提供されているため、裁判所の判断の集積による法の発展には制約があり、法制作者が法の発展において果たす役割が大きい。事件の発生を待つ必要はなく、法制作者が必要と判断すれば、法内容の変更を行うことができる。それに対し、スタンダードの場合、法の発展は裁判所の判断の集積によってなされるので、裁判所の果たす役割が大きい²⁰⁷⁾。但し、法の発展には事件の発生と訴えの提起が必要であるので、適切な事件がなければ、法の発展は停滞するかもしれない。

ルールとスタンダードにはこのような特徴があるので、ルールが望ましいか否かは、事前にポリシー選択と法内容の確定を行うコストを上回るベネフィットがあるかどうかによって依存する。そのため、ルールが望ましい問題領域は、一般に、その問題に直面し法の適用を受ける人が多く、問題の性質が同質的で、頻繁に発生する問題領域である。このような問題領域であれば、ルール作成のコストを上回るベネフィットが得られる可能性が高い。逆に、スタンダードが望ましい問題領域は、一般に、頻繁に発生せず、事件ごとの事案が大きく異なる、少数の人にしかあてはまらない問題領域である。このような問題領域であれば、

207) 法の具体的な意味内容が明確になるには、一つの事件では足りず、いくつもの事件の発生と裁判所の判断の集積が必要になるかもしれない。法の意味内容が明確になり、法が発展していくためには、多くの事件と多くの人柱が必要である。徹底した人柱システムである。

事前にコストをかけてルールを作成するメリットは乏しい。特に、事件ごとに特殊性・特異性が大きい問題であれば、スタンダードの利点を生かせる可能性が高い。

これらのことを前提に、以下では、スタンダード志向のデラウェア州とルール志向の日本という会社法立法の選好の違いと、それぞれの置かれた制度的要因・事実的背景との関係について述べることにする。その際も、ルールとスタンダードの違いが法の作成者、利用者、執行者に異なった影響を与えうるので、法の制作段階、利用段階、執行段階の3段階に分けて考える。

2. 法の制作段階

法の制作者²⁰⁸⁾にとってのルールとスタンダードの違いは、まず、事前の制作コストである。ルールを作成する場合は、事前にポリシー選択を行い具体的な法内容を提供する必要があるので、事前の制作コストは高くなる。一方、スタンダードを作成する場合はそれらを先送りできるので、事前の制作コストは低くなる。そのため、ルールとスタンダードのどちらが選好されるかは、法の制作者に事前の法規範作成コストの負担能力があるか、負担するインセンティブがあるかどうかによって決まる。

デラウェア州の場合、既に述べたように²⁰⁹⁾、制度的要因により、事前の法規範作成のコスト負担能力は低い。デラウェア州は非常に小さな州であり、立法に費やす予算や人員が乏しいため、ルール主体の会社制定法を作成するコストの負担が重いからである。同様に、デラウェア州にはルール制作のコストを負担するインセンティブも乏しい。州間の会社設立誘致競争というアメリカ特有の制度的要因があるからである。州の会社制定法は州の「製品」とであると考

208) 典型的には立法府であるが、省令のように立法府が作成するのではない法規範も存在する。さらに、形式的な制定機関だけでなく、会社法の制定に実質的な影響力をもつ組織や集団（デラウェア州の場合はデラウェア法曹団体、日本の新会社法の場合は法務省の立案スタッフ）も含めて考えるべきなので、法の制作者という表現を用いている。

209) 前のII.C.3を参照。

えると、その製品の需要者は会社であり、会社法という製品の購入は設立地の選択によって行われることになる。販売・購入の対価は設立免許税である。このような構造があるので、デラウェア州が自州の利益を最大化するためには、会社制定法の製造コストを最小化する必要がある。ルール主体の制定法を作るためにはコストがかかるので、スタンダードを選好するインセンティブが強い。デラウェア州の場合、最適なレベルよりもスタンダードが選好されているかもしれない。

それに対し、日本の場合は、立法のためのコストを負担する能力は高い。デラウェア州と異なり、国家レベルでの立法なので、予算やスタッフの制約も厳しくなく、ルールを制作するためのコスト負担能力は高い。デラウェア州のように、会社法の製造と販売という形での、コストと利益の明確で直接的な結びつきはない。利益（税収）最大化のためにコスト最小化を図るという関係にないので、会社法の製造コストは意識されにくい²¹⁰⁾。むしろ、省の予算や人員を拡大することが省の利益になるとすると²¹¹⁾、制作が容易でコストのかからないデラウェア州のようなスタンダード志向の会社法よりも、詳細で複雑なルール主体の会社法の方が予算や人員の拡充が認められやすく、望ましいかもしれない。そうであるなら、最適なレベルよりも多くコストをかけて会社法のルール化が行われた可能性もある。

法の制作者にとってのルールとスタンダードのもう一つの重要な違いは、いつ誰がポリシー選択²¹²⁾を行い具体的法内容を提供するかという点である。事

210) 但し、法務省令への委任を多用など、コスト削減の努力もある。前のⅢ・Cを参照。

211) 公共選択論では自然な仮定である。例えば、林田清明『《法と経済学》の法理論』北海道大学図書刊行会（1996年）226頁参照。

212) 株主の会計帳簿や株主名簿の閲覧権を例にとると、株主が帳簿等を閲覧できれば、株主は経営者の監視監督をよりよくなしうるので、会社と株主の利益に資する。しかし、帳簿等が閲覧されると、会社内部の重要情報が外部に知られ、会社の利益を損なう危険がある。このように、どのような場合に帳簿等の閲覧を株主に認めるかについては、ポリシーの対立がある。会計帳簿や株主名簿の閲覧権は、敵対的買収に対する防衛策の可否や取締役の責任の範囲などのような、取締役と会社・株主

前に立法レベルで与えてもよいし、行政に委任してもよい。事後的な裁判所の法創造に委ねることもできる²¹³⁾。法制作者がどのような規定を作成するかによって、法の実質的な内容の決定権者が定まる。法の制作者が法の内容や発展に大きな影響力を行使したいと思うなら、ルールの方がポリシー決定権を自らの手にとどめておくことができるので、望ましい。

日本の新会社法では、ルールが強く選好され、法制作者がポリシー決定に大きな影響を与えた。さらに、新会社法では、立法レベルだけではなく、行政レベルでのポリシー選択や法内容の提供²¹⁴⁾が旧商法よりも大幅に増えている²¹⁵⁾。これも、法制作者がポリシー決定権を握りたいという意欲の表れかもしれない²¹⁶⁾。新会社法の立案過程では、従来よりも法務省の立案スタッフが大きな役割を果たしたので²¹⁷⁾、実質的な法制作者であるということができる。

の利害が直接的に対立する問題に比べると、それほどポリシー対立は激しくないようにも思える。しかし、特に株主名簿の閲覧権の定め方は、会社支配権市場の実効性に影響を与えうるので、閲覧が認められる場合をどのように定めるかについても激しいポリシー対立が生じる可能性がある。日本の会社法125条3項3号のように、競業者による株主名簿の閲覧を認めないと、投資ファンドなど事業を行っていない買収者は閲覧できるのに、同業他社の事業会社は閲覧を認められない可能性が高い。新会社法の株主名簿の閲覧権の定め方は、文面上は、ファンドに有利となっている。213) 例えば、デラウェア会社制定法 (DGCL § 220 (b)) は、株主の帳簿閲覧権が認められる場合を「適切な目的 (proper purpose)」とすることによって、裁判所の判断に委ねている。

214) 例えば、株主への利益供与について責任を負う取締役の範囲は法務省令へ委任されている (会社法120条4項・会社法施行規則21条)。取締役の責任というセンシティブな問題の解決を、立法でも司法でもなく、行政が決しようとしている。

215) 前のⅢ.Aを参照。

216) 実質的な内容をもつ法務省令が多くなったということは、法務省令の変更によって、法務省が法の発展・変更にイニシアティブをとる、という意味の表明かもしれない。実際に、行政がイニシアティブをとり、法務省令の改正により、行政が法の発展に影響を与える可能性が高くなったかもしれない。経済産業省経済産業政策局長の私的研究会である企業価値研究会の公表した「企業価値報告書」、それを受けて作成され経済産業省と法務省の連名により公表された「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下「防衛策の指針」とする)や、経済産業省の公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(以下「MBO の指針」とする)も、行政のイニシアティブを示しているかもしれない。

217) 前のⅢ.Bを参照。

実質的な法制作者が、可能な限り自らポリシー選択権を持ちたいと思うのは自然かもしれない。法務省令の実質化が進み、行政レベルでのポリシー決定権が従来よりも大きくなっているのはそのためかもしれない²¹⁸⁾。

デラウェア州の場合は、法制作者自らがポリシー選択権を持とうとせず、裁判所に委ねている。既に述べたように²¹⁹⁾、法制作者が事前にポリシー選択を行い具体的な法内容の提供を行うと、デラウェア州の利益の源泉である会社法販売ビジネスに致命的な打撃を与える危険性があるかもしれないからである。デラウェア会社制定法が株主有利のポリシーを採用すると他州に逃げられてしまい、デラウェア州設立の会社が減少するかもしれないし、経営者有利のポリシーを採用すると連邦政府の介入を招き、最悪の場合は連邦会社法が制定されてしまうかもしれない²²⁰⁾。いずれの場合も、デラウェア州の利益の源泉である会社設立市場における優越的な地位が脅かされてしまうおそれがある。そのような危険があるので、デラウェア州は立法の段階でのポリシー選択を回避するために、スタンダードを選好するインセンティブが生じるかもしれない。

デラウェア州と異なり、日本の場合は、スタンダードを用いることによって、ポリシー選択を回避または隠蔽する必要性は乏しい。単一の法域なので、ポリシー選択が明らかになっても、他の法域に逃げられたり、会社法の制作権限を

218) 行政が法の内容や発展に対する影響力を持ちたいという意欲は、省令への委任という手法の他に、法務省と経産省連名の防衛策の指針や、経産省による MBO の指針の公表にも現れているかもしれない。

一方、スタンダード志向のデラウェア会社法は、構造的に、裁判所が法の内容や発展に大きな影響力を持っている。裁判所と裁判官がデラウェア会社法の内容や発展に影響力を持ちたいという意欲は、前の II . D . 3 で述べたデラウェア裁判所の裁判官の著述や講演などの裁判所外の活動に現れていると考えることができる。

219) 前の II . C . 2 . (2)(ii)を参照。

220) 経営者はデラウェア州以外の州に働きかけて、もっと経営者有利の会社法を作成するように要請することができる。実際に、1980年代に敵対的企業買収がブームになった時は、経営者有利の州会社法ができた。Roberta Romano, *The Political Economy of Takeover Statutes*, 73 VA. L. REV. 111 (1987); Roberta Romano, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, 9 YALE J. ON REG. 119 (1992). 株主や投資家は、連邦政府に働きかけて、株主有利の連邦法の制定を求めるところもできる。

失ってしまう危険がないからである。むしろ、日本の場合は、会社法規範の供給主体（省庁）の間に競争があり²²¹⁾、会社法の法規範は利益集団と供給主体間の「取引の産物」とであると仮定すると²²²⁾、どのようなポリシーを選択したかを利益集団に明示するために、ルールが選好されるかもしれない。利益集団の要望に応えたことが示せなければ、会社法規範が取引のための「製品」にならないからである。

3. 法の利用段階：私人の意思決定と行動

法の利用者の観点からすると、ルールとスタンダードの違いは、意思決定のために必要な情報収集コストや取引費用に影響を与える。ルールによって事前に具体的な法内容が与えられていれば、意思決定が容易になる。法的帰結の予測可能性が高いので、法の内容についてのアドバイスを受ける必要性も低くなり、意思決定や取決めを結ぶためのコストも低くなる²²³⁾。一方、スタンダードの場合は、具体的な法的意味内容が意思決定を行う事前の段階では不明確なので、法的帰結の予測可能性が低い²²⁴⁾。そのため、意思決定を行う前に、専

221) このような競争の存在を示唆する見解もある。例えば、大杉謙一「今後の商法改正と企業法制」弥永真生・山田剛志・大杉謙一編『現代企業法・金融法の課題』弘文堂（2004年）13頁（「経済産業省所轄の産業活力再生法が商法の特則を多く定め、その多くが数年後の商法改正に取り入れられるという近時の現象は、わが国においても立法の競争が生じていることを示唆するものである」）。防衛策の指針は法務省と経産省の連名であったのに、MBOの指針は経産省単独であるのも示唆的であるかもしれない。

222) 公共選択論の議論では、立法は利益集団と立法者の取引の産物であると考えることが多い。例えば、林田・前掲注211・226-27頁参照。

223) 法の制作者としても、ルールにより法の具体的意味内容を与えておけば、法作成者のメッセージが私人に伝わりやすいので、私人が法に従った行動を行うことが期待できる。このことは、ルールが強行法規の場合は特にあてはまる。但し、ルールが強行法規の場合は、ルールの定め方が適切でないと、望ましい行為まで禁止してしまう過剰規制や、望ましくない行為を許容してしまう過少規制を生じさせるおそれがある。

224) デラウエア会社法のスタンダードは、相当程度「ルール化」しており、十分な予測可能性があるとする見解もある。現在のデラウエア会社法システムの原型が形成されたのは19世紀末から20世紀初頭である（DGCLが現在のフォーマットになっ

門家のアドバイスを受ける必要性も高い。スタンダードの曖昧性を回避するために、当事者で新たに取決めを結ぶ必要があるかもしれない。当事者の能力が十分でなかったり、取引費用が高すぎて取決めを結ぶことができないかもしれない。法的帰結の予測可能性が低ければ、望ましい行為が抑制されてしまうかもしれない²²⁵⁾。

ルールとスタンダードは、法の利用者の観点からすると、一般的には、このような違いがあるとされる。法の利用者からすると、ルールの方が意思決定や取決めを結ぶためのコストがかからず、ルールの方が好ましいかもしれない。デラウェア会社制定法のスタンダード志向は法の利用者にも余分なコストを強いているようにも思える。しかし、デラウェア州の場合は、想定される会社法の利用者のことを考えると、スタンダード志向の制定法であっても大きな不都合はないかもしれない。

デラウェア会社法の需要者の多くは大規模公開会社である²²⁶⁾。大規模公開会社は、充実したリーガルスタッフを備え、会社法の分析能力の高い、洗練された私人である。外部の良質なリーガルサービスへのアクセスも容易で、そのコストの負担能力も高い。デラウェア会社制定法の規定がブランクであったり曖昧であっても、自ら適切なアレンジメントを結ぶ能力があることが期待でき

たのは1967年である)。当初は曖昧で法的帰結の予測可能性が乏しかったデラウェア会社法のスタンダードも、100年以上にわたる多数の事件と「人柱」のおかげで裁判所の判断が集積し「ルール化」されているというのである。一方で、未だに予測可能性は乏しいとして批判する論者もある。前注147とそこで引用されている文献を参照。

225) 法制作者としても、スタンダードに込めた法制作者の意図が法の名宛人に正確に伝わりにくいので、意図に添った行動を行うことが期待しにくい。

226) アメリカの公開会社の50%がデラウェア州で設立されており、フォーチュン500の会社の60%がデラウェアで設立されている。デラウェア州政府のサイト (<http://corp.delaware.gov/>) を参照。小規模な閉鎖的会社は自州で設立するのが通常であり、閉鎖会社法の提供については、州間競争は存在していないようである。Ian Ayres, *Judging Close corporations in the Age of Statues*, 70 WASH. U. L. Q. 365, 370-71 (1992). 小規模な閉鎖的会社ではなく、比較的規模の大きい公開会社を主な需要者として州間の会社法競争が行われているのであり、デラウェア州がその会社法の需要者として想定しているのもこのような会社である。

る。さらに、デラウェア州で設立されている大規模公開会社に投資する株主の多くは洗練された機関投資家である²²⁷⁾。外部の様々なサービスを受けることができるし、そのコスト負担能力も高い。法の曖昧さが生じさせるコストやリスクを回避したり、それらを負担する能力が高い。機関投資家をサポートする背景的なサービスやシステムも充実している²²⁸⁾。

このように、デラウェア会社制定法を利用する当事者は、法の規定が曖昧だったり、ブランクがあったり、スタンダードについての判例が錯綜していたり、判例の射程が明確に分からなくても、自衛できるし、自衛できることが期待されている洗練された私人であることが想定されている。スタンダードでも大きな不都合はなく、むしろ、詳細なルールが定められていない方が、洗練された当事者の間では、私的な交渉やアレンジメントによる自発的な解決を促すので、望ましいかもしれない²²⁹⁾。

それに対し、日本では、新会社法制定以前から会社法の需要者の圧倒的多数は中小企業であった²³⁰⁾。新会社法制定により有限会社法も会社法に取り込まれ、日本の新会社法は小規模な会社から大規模上場会社まで、性格の異なる会社が使用することになった。しかし、数の上では、新会社法の利用者の圧倒的

227) アメリカの株式市場では機関化が進んでおり、2001年の時点で機関投資家の保有する株式の割合は約61%である。SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, SECURITIES INDUSTRY FACT BOOK 67 (2002) available at http://www.sifma.org/research/statistics/other/2002Fact_Book.pdf. 一般投資家は、機関投資家の努力にフリーライドすることができる。

228) アメリカにおいては、私的な組織・集団によって会社に関する法規範の提供や提言が積極的に行われている。証券取引所などの自主規制機関だけでなく、Institutional Shareholder Services (ISS), GovernanceMetrics International, Glass, Lewis & Co., Proxy Governance, Inc. など、コーポレート・ガバナンスに関するアドバイスを提供したり、ガバナンスの格付けを行ったり、議案の分析・助言を行う企業が発展しており、コーポレート・ガバナンスのポリシー決定に大きな影響を与えている。Paul Rose, *The Corporate Governance Industry*, 32 J. CORP. L. 887 (2007).

229) 前のⅡ.C.1.(4)を参照。

230) 平成15年度の税務統計によると、株式会社が1,042,236社、有限会社が1,427,697社であった。平成15年度末の上場会社数は2,696社であった。江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣(2006年)1-3頁参照。

割合は中小企業である²³¹⁾。そのため、会社法の利用者である会社も株主も、その圧倒的多数は洗練されていないと想定するのが自然である。そのような利用者は、会社法に関する様々な良質のサービスにアクセスするのが困難であったり、アクセスできるとしても、そのコスト負担は過大であるかもしれない。スタンダードの曖昧性や不確実性がもたらすリスクを負担する能力も、自ら適切なアレンジメントを結ぶ能力も高くはないだろう。新会社法の作成時には、このような会社法に関する様々な能力が相対的に低く、洗練されていない当事者を圧倒的多数の需要者として想定する必要があった。このような利用者に対する便宜を図ることを重視すると²³²⁾、明確で詳細な規定を用意したのは自然である²³³⁾。新会社法の強いルール志向は、中小会社向けの行政サービスと考えることが可能である²³⁴⁾。

このように、デラウェア州と日本では、多数派を占める会社法の利用者の性格が異なる。デラウェア会社制定法と日本の新会社法で、スタンダード指向とルール指向という選好の違いがあるのは、それぞれが想定する法の利用者の違いを反映しているのかもしれない。

4. 法の執行段階

ルールとスタンダードの違いは、法の執行段階では、訴訟の頻度やコストに

231) 江頭・前掲注230・5-6頁（「非上場（株式）会社の圧倒的多数は、中小企業である。…。中小企業である会社の多くは、個人企業が「法人成り」したものである」）。

232) 公開会社の定義に見られるように、中小企業団体の圧力も強かったようである。

233) 日本の経済団体は、圧力をかけるだけで、自ら会社に関する法規範の提供を行おうとはしないからである。江頭憲治郎「経済団体等による法の形成・執行と利益相反問題」江頭憲治郎・碓井光明編『法の再構築 [I] 国家と社会』東京大学出版界（2007年）194頁（証券取引所など一部の例外を除くと、「日本経済団体連合会に代表される日本の経済団体は、政府の手によるルール形成に際しては強力な圧力団体として行動するものの、自分の手でルールを形成することについては消極的である」）。

234) 但し、本当に中小企業が利用しやすいかどうかは別である。新会社法は詳細で複雑すぎるために、中小企業にとっては、適切なアドバイスがないと利用が困難であるかもしれない。

影響を与えうる。スタンダードはその性質上、執行のために裁判所の判断を必要としているので、訴訟を増加させる可能性が高い。裁判所が事後的にポリシー選択と法の具体的な内容の提供を行わなければならないので、判断のためのコストも高い。このように、スタンダードは、訴えを提起する私人の私的コストと法を執行する裁判所の公的なコストを増加させる性質を有する。しかし、現在のデラウエア州が置かれている状況を前提にすると、デラウエア州自身はスタンダードでも大きな不都合はないかもしれない。以下では、法の執行段階を考慮しても、デラウエア州はスタンダードを選好するインセンティブがあることを述べる。その際、訴訟を遂行する私人と、判断を行う裁判所に分けて述べていく。スタンダードを現実的に執行するためには、原告が訴えを提起し、裁判所が判断を行う必要があるからである。

(1) 法の利用者：私人

法の現実の執行には訴訟が必要である。デラウエア州の会社法に基づく株主訴訟 (shareholder suit) は、直接訴訟と派生訴訟に分かれる²³⁵⁾。直接訴訟は株主の権利が直接侵害された場合である。派生訴訟は、取締役が職務執行の際に会社に損失を負わせた場合に、会社が取締役に対して有する請求権を株主が代わりに主張するものである²³⁶⁾。

デラウエア州では、株主訴訟を提起するハードルは低い。デラウエア州の株主訴訟の多くは集団訴訟 (class action) で行われ²³⁷⁾、訴訟費用は多くの原告

235) デラウエア最高裁判所は、(1) 損害を被っているのは誰か (会社か、それとも訴えを提起している株主個人か)、(2) 損害賠償や他の救済から利益を受けるのは誰か (会社か、それとも株主個人か)、という二つの問を用いて直接訴訟と派生訴訟を区別している。Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 845 A.2d 1031, 1033, 1035 (Del. 2004). しかし、両者の区別は、実際には困難な場合もある。

236) WILLIAM T. ALLEN, REINIER KRAAKMAN, & GUHAN SUBRAMANIAN, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 2ND ED. 369-70 (2007) (hereinafter ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES 2ND)

237) デラウエア州においては、株主訴訟はデラウエア衡平法裁判所により排他的に審理される。Thompson 教授と Thomas 教授によれば、1999年から2000年の間にデラウエア衡平法裁判所に提起された民事事件の70%が会社に関する問題である

で広く浅く負担される。成功報酬（contingent fee）により、原告に十分な資金がなくても訴えることが可能である²³⁸⁾。デラウエア州では、他の多くの州と異なり、派生訴訟の費用の担保提供も不要である。訴え提起のハードルが低いため、スタンダードが実際に執行される可能性が高くなる。様々な問題について裁判所の判断がなされ、同一の問題も繰り返し判断される可能性も高くなるので、法内容の明確化や発展が早まる可能性が高い。そのため、スタンダードの不都合性が弱まる。

直接訴訟か派生訴訟²³⁹⁾にかかわらず、株主訴訟が提起されると、会社は訴訟の費用を負担しなければならないので²⁴⁰⁾、訴訟を増加させる性質のあるスタンダードは、会社にとって望ましくないはずである。私人の負担を考えると、デラウエア州は過度にスタンダード志向の会社法を用いるべきではないように思う。しかし、デラウエア州自身は、訴訟のコストを相当程度外部化できるので、スタンダードを選好しないインセンティブはそれほど大きくないかも

（1716事件中1280事件）。会社に関する事件のうち、その80%が信認義務に関する事件である。このように、デラウエア州においては信認義務が株主訴訟の中核を占めており、デラウエア裁判所は会社に関する様々な問題に対し信認義務を用いて判断を行っている。Robert B. Thompson & Randall S. Thomas, *The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition -Oriented Class Actions*, 57 VAND. L. REV. 133, 165-67 (2004). デラウエア州においては、信認義務に基づく株主訴訟のほとんど全て（91%）は公開会社に対してなされたものであり、そのうちの85%が集団訴訟として提起された。Id. at 167, 169.

238) 実際には、訴訟提起や訴訟遂行を主導するのは原告の弁護士である。弁護士は、派生訴訟の場合は会社に、直接訴訟（集団訴訟で行われることが多い）の場合は株主に利益を与えた後でないと、報酬をもらえないからである。弁護士の報酬については、ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES 2ND, at 373-74を参照。

239) 会社訴訟の被告が取締役の場合、デラウエア会社法の下では、訴訟委員会（派生訴訟の場合）、経営判断原則、責任免除、補償、保険など取締役の責任追及を困難にする様々な制度があるので、取締役の責任はかなり遮断されている。そのため、訴訟が被告の取締役に課すコストは、日本と比べると、相対的に低いはずである。

240) 派生訴訟の場合、取締役だけでなく会社も訴訟のための様々な費用を負担する。派生訴訟を終了するか否かを判断するために訴訟委員会を設けて検討を行うための費用もかかる。取締役が派生訴訟に応訴するためにかかった弁護士費用等を補償する必要もある。さらに派生訴訟で被告となった取締役が応訴しなければならならず、本来の会社業務に費やす時間や精力が削がれるという機会費用も生じる。派生訴訟のコストについては、ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES 2ND, at 420-21.

しない。

デラウェア州での株主訴訟のターゲットになるような会社は、通常は、大規模公開会社である²⁴¹⁾。その株主は全米中に散在しており、人口比率からすると、確率的に、デラウェア州の住人がデラウェア会社の株主に占める割合は無視しうるほど小さいはずである²⁴²⁾。デラウェア会社が訴えられて、デラウェア会社が訴訟のために多くの費用を費やしたとすると、訴訟に費やした費用を純現在価値 (NPV) が正のプロジェクトに投資することができず、その分会社の利益は減るかもしれない²⁴³⁾。しかし、その損失を最終的に負担するのは、デラウェア会社の株主である。デラウェア会社の株主のほとんどはデラウェア州以外の住人のはずなので、デラウェア会社が訴訟増加によって利益が低下しても、デラウェア州の住人の利益には僅かな影響しか与えず、デラウェア州全体の厚生はあまり下がらないだろう。逆に、訴訟の増加はデラウェア州のリーガルセクターに大きな利益をもたらすはずである。デラウェア州にとっては、リーガルサービスの需要増加のもたらす利益の方が大きい可能性が高い。

もちろん、アメリカ全体で見ると、どの州の住人が訴訟の最終的なコストを負担しようと同じである。会社訴訟の費用が増加すれば機会損失も大きくなり、アメリカ全体の社会厚生が低下するかもしれないからである。しかし、デラウェア州は、株主訴訟が増加することによるコストのほとんどは他州の住人に負担させながら、株主訴訟の増加から得られる利益は専ら自分自身で享受するこ

241) 前注237を参照。

242) アメリカ合衆国の総人口は281,421,906人 (2000年) であるのに対し、デラウェア州の人口は783,600人 (2000年) であり、全米人口の0.278%を占めるに過ぎない。アメリカ合衆国の総人口はアメリカ統計局のサイト (<http://quickfacts.census.gov/qfd/states/00000.html>)、デラウェア州の人口は州政府のサイトの統計 (<http://www.delaware.gov/egov/portal.nsf/portal/aboutfactsandsymbols>) による。ちなみに、東京都世田谷区の人口は約82万人で、デラウェア州の人口よりも多い。

243) 株主訴訟のコスト負担によりデラウェア州設立会社の利益が減れば、それに応じてデラウェア州の州法人税による歳入も減ることになるが、訴訟増加により株主訴訟を遂行するデラウェア州のコーポレートバー (弁護士) の収入は増え、そこからの税収は増えるはずである。どちらの効果が大きいかは実証の問題であるが、訴訟コストの増加によりデラウェア州設立会社の株主の利益が減ることは確実である。

とができるかもしれない。デラウェア州の利益と、アメリカ全体の利益が相反する可能性がある。

このように、デラウェア州は、スタンダードを選好したコストの大部分を外部化することが可能であるとする、最適なレベルを超えて、スタンダードを選好するインセンティブが生じうる。

日本の場合は、デラウェア州のような株主訴訟に関する集団訴訟の制度は存在せず、デラウェア州のような成功報酬の制度も利用できないので、訴えのハードルが高い。そのため、スタンダード志向の会社法だと、法の執行レベルが低下し、法の発展も停滞しうる。

日本の場合、訴訟のコストを負担するのは、共に日本の会社と株主であり、デラウェア州のようにそのコストを外部化できない。スタンダード志向の会社法を採用すると、訴訟増加によりリーガルサービスの需要が増加し、リーガルセクターは利益を得るかもしれない。しかし、日本全体から見ると、訴訟に費やされたコストは会社の機会損失を発生させ、会社訴訟の増加によるコストがベネフィットを上回るかもしれない。そうであるなら、日本の場合は、スタンダードを選好する理由が乏しい。

（２）法の執行機関：裁判所

次に、法を執行する裁判所の観点から考えてみる。裁判所の観点からすると、ルールは、ポリシーの選択や法の具体的な内容の決定が既に法制作の段階で行われ、自らそれを決する必要はない。通常は裁判で提示された証拠をもとに事実を確定し、それにルールを適用するだけであり、裁判官の裁量の余地は少なく、判断のコストは低い。それに対し、スタンダードではポリシーの選択や法内容の具体化は裁判所に委ねられているので、具体的事実の特殊性を勘案し、関連する様々な要素を考慮しながら決定しなければならない²⁴⁴⁾。そのため、

244) 確立された先例があればそれに従うことになるが、先例がなかったり、先例が確立されるまでは、このような判断コストがかかる。

裁判所の観点からすると、スタンダードの方がルールよりも、裁判所が判断を行うコストが高い。

このようなスタンダードの判断コストは、スタンダードを適用する回数が増えれば増えるほど増加する。さらに、スタンダードの場合、裁判官の裁量の余地が大きいため、同一の問題であっても、裁判所ごとに異なった判断がなされる可能性が高い。スタンダードを適用する下級審裁判所が多ければ多いほど、判断のヴァリエーションが増え、錯綜する可能性が高くなる。スタンダードは裁判官の裁量が大きいため、裁判所の判断が錯綜する可能性は、裁判官の同質性が低ければ低いほど高まる。錯綜した判断を収斂させるには、最高裁判所の判断を待つしかない。最高裁判所の判断が確立するまでは錯綜した状況が続く。

デラウェア州の場合は、裁判所による執行の場面でも、スタンダードで大きな不都合はないかもしれない。判断する裁判所の数が極めて限定的であり、判断を行う裁判官も同質的で人数が非常に限られているからである。

まず、判断する裁判所の数である。デラウェア州では、会社に関する事件はデラウェア衡平法裁判所で排他的に審理される。衡平法裁判所と最高裁判所の二審制を採っており、スタンダードを適用する事実審たる衡平法裁判所は事実上1つなので²⁴⁵⁾、異なった判断が出され判断が錯綜する可能性は低い²⁴⁶⁾。デラウェア最高裁判所の判断が出るまではスタンダードの具体的な意味内容は確定しないが、上訴された場合、二審制で審理も迅速であるので、最終的な判断が出るまで時間がかからない。

次に、判断する裁判官の数と質である。既に述べたように、デラウェア衡平法裁判所の裁判官は5名であり²⁴⁷⁾、会社法と会社の問題に精通している²⁴⁸⁾。

245) デラウェア州には、New Castle County, Kent County, Sussex County の3箇所に衡平法裁判所がある。しかし、信認義務に基づく株主訴訟のほとんど全てがNew Castle で訴え提起されている。Thompson & Thomas, *supra* note 235 at 165 n. 147 を参照。

246) 但し、衡平法裁判所の裁判官は5名いるので、異なる裁判官が審理を行えば判断が異なる可能性は残る。

247) 1人の大法官(Chancellor)と4人の副大法官(Vice-Chancellor)である。

248) Thompson & Thomas, *supra* note 235, at 165.

通常は、デラウエア最高裁判所の裁判官5人のうちの数名はデラウエア衡平法裁判所の元裁判官が務めるので²⁴⁹⁾、最高裁判所と衡平法裁判所の裁判官の同質性は高い。そのため、デラウエア衡平法裁判所の判断と、デラウエア最高裁判所の判断は、統一的な判断となる可能性が高い。

このように、デラウエア州では、スタンダードを元に法創造を行う裁判所の数は、事実上、衡平法裁判所と最高裁判所の2つであり、判断を行う裁判官は同質的でその数は僅かであるという極めて特異な事情があるので、スタンダードについて判断するコストは低く、判断が錯綜する可能性も低い。

それに対し、日本は、会社法を適用する裁判所は日本中にあり、多くの裁判官が判断することになる。裁判所の数も裁判官の数も多い。会社法の問題を専門的に取り扱う裁判官は限定的であり、裁判官の同質性は低い。そのため、スタンダードについての判断が錯綜する可能性が高い。三審制を採っており、審理も遅いので、最高裁判所で最終的な判断がなされスタンダードについての判断が統一されるまでは非常に時間がかかる²⁵⁰⁾。このように、スタンダードの具体的な法的意味内容が統一されるには、二審制のデラウエア州と比べると、時間もコストもかかる。判断する裁判所の数が多ければ多いほど、裁判官の数が多く同質性が低いほど、法執行のコストについては、ルールの方が優位になる。

このように考えてくると、デラウエア州がスタンダードを選好しているのも、スタンダード志向のデラウエア会社法が高い評価を受けることがあるのも²⁵¹⁾、デラウエア州がおかれている特異な制度的要因によるところが非常に大きい。デラウエア州の立法主体がスタンダードを選好するのは、連邦制と州間競争という制度的要因の影響を受けている。スタンダード志向の会社法で成功してい

249) Kahan & Rock, *Symbiotic Federalism*, at 1602. 現在は5人中3人 (Myron T. Steele, Carolyn Berger, Jack B. Jacobs) である。デラウエア最高裁判所の裁判官の経歴が示されているサイト (<http://courts.delaware.gov/Courts/Supreme%20Court/?justices.htm>) を参照。

250) 但し、差止めを求める訴訟の場合は迅速である。

251) もちろん、反対の評価も根強い。

ると評価されることがあるのも、州間競争によりデラウェア会社法の主な需要者が大規模公開会社となっていることや、デラウェア州の裁判所制度の特殊性によって、スタンダードのデメリットが相当程度緩和されているからである²⁵²⁾。そのような制度的な要因を欠く日本の新会社法が、ルールを選好するのは自然である。日本の新会社法の立法ポリシーに問題があるとすれば、それはルール化を志向したことなく²⁵³⁾、ルール化するのはどのレベルであるべきか、すなわちポリシー選択や具体的な法内容の決定をどの程度行政レベルに委ねるべきか、行政レベルに委ねるメリットとデメリットについて、十分な検討がなされていないように思われる点であろう。

B. 類 似 点

これまで述べてきたように、デラウェア会社制定法がスタンダードを選好していて、スタンダード中心の会社法で成功していると評価されることがあるのは、デラウェア州のおかれた制度的要因・背景的事情によるところが大きい。デラウェア州と制度的な要因や背景的事情が異なるので、日本の新会社法がスタンダードでなくルールを指向したのは自然である。しかし、会社法立法の選

252) 本稿ではほとんど言及していないが、連邦証券取引諸法や証券取引所などの自主規制機関による補完を受けているので、デラウェア会社法は自らの得意領域、すなわちスタンダードの典型である信認義務を用いた判断に特化できるという構造になっているかもしれない。Kahan & Rock, *Symbiotic Federalism*, at 1578, 1619-22.

連邦証券取引諸法や自主規制機関などのデラウェア会社法を支える背景的な制度は、デラウェア州にスタンダードを選好するインセンティブを生じさせているアメリカ特有の制度的な欠点を補い、克服するために創設され発展してきたという側面がある。デラウェア会社法の評価が、どん底への競争の勝者であるという否定的な評価から、頂上への競争の勝者であるという肯定的な評価（異論はあるものの現在ではこのような高い評価は有力になっている）へと180度転換したのは、1970年代になってからである。その直接的な理由は、法と経済学の台頭により会社法における様々な競争メカニズムの役割が重要視されるようになったからである。さらに、もう一つ理由として、デラウェア会社法を背後で支える様々な制度が創設され、20世紀後半になり充実したため、デラウェア会社法の欠点が相当程度補われ長所が生かされるようになったということもあるかもしれない。

253) ルール制作のベネフィットを上回るコストをかけて過剰なルール化を行っているかも知れないかも知れない問題である。

好が異なり、制度的な要因や背景の事情が異なっている、デラウェア会社法と類似した部分はある。日本の会社法においても、問題の性質上、事前の成文化・ルール化が困難で、スタンダードが適した領域があるからである²⁵⁴⁾。それは、典型的には、取締役と株主の利害対立や支配株主と少数株主の利害対立のような会社の内部関係の規律に関する領域であり、アメリカ会社法では伝統的に受託者（fiduciary）の信託義務の問題とされてきた領域である。このような問題領域においては、デラウェア州と日本で裁判所が結論を導くための判断の形式に違いがあるものの²⁵⁵⁾、対象としている問題の性質は同じであるので、デラウエ

254) REINIER KRAAKMAN, ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 24 (2004)（「支配株主によって開始される自己取引のような、複雑な会社内部の関係を規制するための主要な装置としてルール戦略に依存する法域はほとんどない。そのような問題は、多分、あまりにも複雑すぎて、禁止と例外のマトリックスを用いて規制することは不可能である。そのようなマトリックスは、抜け穴を成文化してしまったり、無駄な厳格性を産み出すおそれがある。内部者の自己取引のような会社内部の問題は、ルールに基づいた規制ではなく、違反が発生したかどうかを裁定者が事後的に決定する裁量を残しておく広範なスタンダードによって制御される傾向がある。…スタンダードに基づいた規制の典型例は、法が取締役に「誠実に（in good faith）」行動するように要求したり、自己取引は「完全に公正」でなければならないと命じたりする…。」）。なお、玉井利幸「会社法の自由化と事後的な制約——デラウェア会社法を中心に—(2)」一橋法学 3 巻 3 号（2004年）1129-45頁も参照。

255) デラウェア州の場合、信託義務というスタンダードを具体化した審査基準を事実に応用して判断するという形式が取られることが多い。先例拘束性の制約を受けるものの、裁判所の裁量の余地が大きく、裁判所のポリシーが直接的に現れることになる。例えば、防衛策の導入が認められるかどうかを判断する際に、デラウェア裁判所は、防衛策の導入が信託義務に違反しているかどうかという形式をとり、防衛策という文脈において信託義務を具体化した Unocal 基準で審査されることになる。Unocal 基準作成時に、裁判所のポリシー選択と法内容の具体化が行われている。

日本の場合、多くの場合、条文の解釈適用という形式で行われる。裁判所の選択したポリシーが、条文の解釈という形で反映されることになる。例えば、新株予約権発行による買収防衛策の可否を判断する際には、新株予約権の発行が「著しく不公正」かどうかという判断の形をとることになる。「著しく不公正」という文言は、具体的な法的意味内容の確定を裁判所に委ねているので、スタンダードである。裁判所は、「著しく不公正」という文言の解釈という形で、どのような場合に防衛策が許容されるべきかというポリシーの選択を行い、そのポリシーを実現するために、具体的意味内容をもった法規範を提供することになる。このように、「著しく不公正」という文言の具体的意味を解釈する作用のなかに、裁判所のポリシー選択が反映され、法創造が行われることになる。

ア裁判所の判断の背後にあるポリシーは日本でも参考になるはずであるし、現に影響を与えている²⁵⁶⁾。以下では、会社法におけるスタンダードの重要性を述べた上で、信認義務というスタンダードを用いたデラウエア裁判所の判断から読み取ることのできるポリシーを推測し、それが日本に与えている影響を述べる。

1. 現代の会社法におけるスタンダードの重要性

日本の新会社法では、組織再編の対価柔軟化や株式の種類の多様化など様々な規制緩和がなされた。そのため、合併や全部取得条項付株式を用いたMBOのような少数株主の締出や、様々な買収防衛策の構築など、取締役と株主、支配株主と少数株主の利益が相反する可能性が高まっただけでなく、利益相反の規模も大きくなる可能性が高まった。このような会社の内部的な利益相反という会社法の中核的な問題を規制するのは、主にスタンダードである。新会社法

デラウエア州と異なり、条文の解釈という形式をとるので、条文の文言の制約を受ける。条文の文言によっては、裁判所のポリシー選択や具体的法内容の決定についての裁量は狭くなりうる。さらに、条文の文言の解釈適用という形式をとるので、企業買収への防衛という同じ結果をもたらす防衛手段であっても、その手段の法的構築方法が異なれば、必ずしも同じポリシーが選択され、同じ具体的法内容が提供されとは限らない。例えば、新株発行、新株予約権、株式分割、新株予約権無償割当など、どのような法的手段を用いて防衛策を構築するかによって、裁判所の選択するポリシーや具体的な法内容が異なり、統一的な判断とならないかもしれない。それに対し、デラウエア州の場合は、企業買収に対する防衛策には同じ審査基準(Unocal基準)が用いられるので、統一的な判断となる可能性が高い(但し、常に統一的とは限らない。例えば、いわゆるスローハンドポイズンピルの是非が争われた事件では、デラウエア衡平法裁判所はユノカル基準を用いて信認義務違反か否かという判断の方法を用いたのに対し(Mentor Graphics Corp. v. Quickturn Design Sys., 728 A.2d 25 (Del. Ch. 1998)), デラウエア最高裁判所はDGCL § 141(a)の文言に違反してないかどうかという判断の方法を用いた(Quickturn Design Sys. v. Shapiro, 721 A.2d 1281 (Del. 1998))。

256) 例えば、買収防衛策の是非に関するデラウエア州の判例法理とニッポン放送事件の東京高裁の決定(東京高決平成17年3月23日商事法務1728号41頁, 判例時報1899号56頁, 判例タイムズ1173号125頁, 金融・商事判例1214号6頁)の類似性が指摘されている。例えば、神谷高保「企業買収防衛策の適法性判定基準の理論的構造」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論(上巻)』商事法務(2007年)75頁参照。

の規制緩和により、日本でもスタンダードの重要性が増した²⁵⁷⁾。

例えば、少数株主の締出を考えてみる。少数株主の締出は、支配株主と少数株主の利益が相反する取引の典型である。株主であり続ける利益を重視して、少数株主の締出を一切認めないというポリシーを選択すれば、そのポリシーを実現する法準則を事前にルール化するのは容易である。しかし、少数株主の締出にも望ましい場合と望ましくない場合²⁵⁸⁾があり、望ましくない場合にだけ締出を認めないというポリシー²⁵⁹⁾を選択すると、事前のルール化は困難である。望ましいか望ましくないかは、当該当事者が置かれている状況の下で、どのような内容で少数株主の締出取引が構築されているか、個別具体的な様々な事情が明らかにならなければ、判断できない。そのため、望ましい場合は許容し、そうでない場合は許容しないというポリシーを貫徹するなら、締出取引の条件が出された後で事後的な審査を加えることが必要になる²⁶⁰⁾。望ましい締出は許容し、望ましくない締出は許容しないという選別（スクリーン）を徹底して行おうとするなら、裁定者の事後的な判断に委ねるスタンダードにならざるを得ない。事前に提供できるのは、「公正な手続で締出取引を行い、公正な価格を少数株主に提供せよ」²⁶¹⁾という抽象的・一般的な内容の法準則（典型

257) 一般に、規制緩和が進むと、スタンダードの果たす役割は大きくなる傾向がある。規制緩和により事前の画一的な禁止を廃し、自由が許容される領域を拡大すれば、自由が許容される限界はどこかが問題となる。自由の限界を事前に明確にルール化して提示しようとする、将来起こりうる様々な状況を想定し、事前に許容されるべき場合と許容されるべきでない場合を予め選別する必要がある。しかし、この作業には限界がある。自由の領域が拡大すればするほど、スタンダードを用いて事後的な裁定者の判断に委ねなければならない場面が増えるはずである。この点については、玉井・前掲注254・1129-46頁を参照。

258) 望ましい締出と望ましくない締出を区別する基準は何かは大きな問題である。経済産業省によるMBOの指針では、企業価値を高めるのが望ましいMBOであり、そうでないのが望ましくないMBOであるとしている（MBOは少数株主の締出の部分集合である）。MBOの指針9頁参照。

259) 経済産業省によるMBOの指針では、企業価値を基準に、このようなポリシーが採られている。MBOの指針9頁参照。

260) 判定者にこのような能力があるかどうかは別である。

261) デラウェア州の完全な公正の基準はこのような内容である。Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

的なスタンダードである)であるかもしれない。

買収防衛策も同様である。企業買収には企業価値を高める望ましい買収と、企業価値を損なう望ましくない買収があるということを前提に、企業価値を高める買収への防衛策は認めず、企業価値を損なう買収に対しては防衛策を講じることを認めるべきであるというポリシー²⁶²⁾を選択したとする²⁶³⁾。このように、企業価値を高めるか否かで防衛策が許容されるか否かを判断しようとするならば、どのような内容の防衛策が構築されたか、買収者の提案する内容や対象会社の対案はどのようなものか、という様々な事実が明らかになり、そのような事実を評価するのでなければ、防衛策の導入が企業価値を高めることになるかどうかを判断できないはずである。防衛策の可否に、このような企業価値を高めるか否かのスクリーン機能を持たせようとするなら、事後的な裁定者の判断に委ねるスタンダードを用いる必要がある。

スタンダードの曖昧性を避けるために、例えば、防衛策の採用には株主総会の決議を要求する場合はどうか。株主総会決議の有無で防衛策の可否が判断できるので、明確なルールであり、当事者の意思決定や行為も容易になる。しかし、常に株主総会の決議を要求するのは、上記のポリシーの観点からすると、過剰な制約かもしれない。株主総会を実際に招集するには時間がかかり過ぎるので、企業価値を損なう買収を防衛することができなくなってしまうかもしれないからである²⁶⁴⁾。そのため、株主総会決議を求める画一性の弊害を避ける

262) 企業価値報告書の採用するポリシーである。企業価値報告書83頁参照。

263) もちろん、他のポリシーもありうる。例えば、買収防衛策は取締役の保身に使われる可能性が高いので一切認められるべきではないというポリシーである。また、買収防衛策の導入の可否は株主が決すべきである、というポリシーも考えられる。その理由としては、例えば、株主は自分の保有する株式を自由に売却する権利を有するはずであるのに、防衛策が導入されると、買収者に売却する権利を奪われてしまうからであるという理由や、もっとプリミティブに、株主は会社の所有者なので、会社を売却するか否かは株主が決定できるべきであるという理由も考えられる。

264) もちろん、株主の意思を最大限尊重して、株主総会の決議を常に要求するというポリシーもありうる。しかし、企業買収は債権者や従業員など株主以外の者にも影響を与えるのに、株主の意思がなぜそこまで尊重されなければならないのかは疑問が残る。

ために、防衛策の導入には原則として株主総会の決議が必要であるが、「特段の事情」がある場合は、取締役会の決議のみでも導入可能とすることも考えられる。そうすれば、株主総会の決議を常に求める画一性は緩和され、事案に応じた柔軟な解決は可能になる。しかし、特段の事情の有無の判断は事後的な裁定者の決定に委ねられることになり（「特段の事情」はスタンダードである）、事前の明確性は損なわれてしまう。

このように、事前の明確性を追求しようとする则法準則の画一性が強まり、事後的に事案に応じた柔軟な解決を導ける余地を残そうとしておくと、事前に提供できる法準則は曖昧になってしまう。事前の明確性と事後的な柔軟性を両立させるのは困難である。

デラウェア裁判所は、柔軟性に大きな価値をおいているのは明らかである。デラウェア裁判所の裁判官が繰り返し述べるように、デラウェア裁判所は、どんな場合にも常にあてはまる明確で画一的な法準則（bright-line rule）の提供は行っていない²⁶⁵⁾。このように、デラウェア裁判所が画一性を回避し柔軟性を保とうとしているのは、効率性を重視しようというポリシーの表れと考えることができる。以下では、デラウェア裁判所の信認義務を用いた判断の背後にあるポリシーを考えることにする。

2. デラウェア裁判所と効率性

デラウェア裁判所の信認義務を用いた判断を見ると、デラウェア裁判所は効率性²⁶⁶⁾を重視しているように思う。日本と異なり、デラウェア会社制定法は

265) 但し、Omnicare 事件は例外的に明確な画一的なルール（bright-line rule）の提供を行っている。Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc., 818 A.2d 914 (Del. 2003).

266) ここでいう効率性は、日常的な意味ではなく、経済学で用いられる意味で使用している。アメリカの法と経済学や会社法学では、効率性の基準として、パレート基準ではなく、カルドア・ヒックス基準（あるいはそれと代替的な「富の最大化」基準）が用いられることが多い。例えば、アメリカのロースクールで用いられている代表的なケースブックでも効率性の基準としてカルドア・ヒックス基準が用いられている。ALLEN & KRAAKMAN, COMMENTARIES 2ND, at 5. デラウェア裁判所の

スタンダード志向なので、事後的な法創造における裁判所の裁量は非常に大きい。特に、取締役と株主の利益相反のような会社の内部問題についてはデラウエア会社制定法はほとんど規定を設けていないので、デラウエア裁判所は立法府から大きな裁量を与えられている²⁶⁷⁾。そのため、デラウエア裁判所は、もし望むならば、信認義務というスタンダードを用いて積極的に実体的な判断を行うことも可能なはずである。積極的な介入を行うことによって、事後的な公正の実現を可能な限り追求することもできるはずである。事後的な公正を重視するなら、裁判所が実体的な判断を行えば行うほどよいように思う。

しかし、裁判所の事後的な実体的介入は、常に望ましいとは限らないかもしれない。裁判所の事後的な実体的介入は、法的帰結の予測可能性を低下させ、会社関係者の事前のインセンティブと効率性を損なうかもしれないからである²⁶⁸⁾。事後的な公正性と事前の効率性は相反する要請であるかもしれない。事前の効率性を重視するなら、裁判所の積極的な事後的介入は抑制されるべきかもしれない。デラウエア裁判所は、事後的な実体的介入を行わなければならない場面を自らできるだけ限定することによって、事前の効率性を重視しようとしているように見える。

デラウエア裁判所は、事後的な実体的な介入的な判断を行うのには消極的である。介入の消極性は、信認義務を用いた判断の方法に表れている。経営判断

判断がどちらの基準と整合的かは判然としないが、以下で述べるように、少なくともパレート改善は確保されるべきであると考えているように思う。効率性については、例えば、川浜昇「法と経済学」と法解釈の関係について(1)『民商法雑誌』108巻6号(1993年)825-840頁、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造(2)」『法学協会雑誌』117巻10号(2000)1504-17頁を参照。

267) このような信認義務を用いた規制方法は、規制する側にとっては非常に便利である。会社の行為のほとんどは取締役が行うので、取締役に信認義務を課しておけば、取締役に信認義務違反があったかどうかという形で、取締役の行為を媒介として、会社のほとんどすべての側面に規制を及ぼすことが可能であるからである。信認義務に違反しているかどうかというのは、会社や株主の利益に適うかどうかという非常に一般的・抽象的な問であるので、判断を行う裁判所の裁量が非常に大きい。

268) 例えば、柳川範之・藤田友敬「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会(1998年)18-24頁、柳川範之『契約と組織の経済学』東洋経済新報社(2000年)82-83頁を参照。

原則を活用することによって、実体的な判断を行わねばならない場面をかなり限定しているからである。

取締役の信認義務違反を理由に訴えが提起されると、取締役の行為や行為の所産は信認義務を具体化した様々な司法審査基準²⁶⁹⁾によって審査される。通常は、レベルの異なる3つの審査基準、すなわち伝統的な経営判断原則 (business judgment rule)²⁷⁰⁾、ユノカル基準²⁷¹⁾などの高度な司法精査 (enhanced scrutiny)、完全な公正 (entire fairness)²⁷²⁾のうちの一つが適用される²⁷³⁾。経営判断原則が適用された場合その推定を覆すのは困難であり、完全な公正の基準は厳格であるので、どの司法審査基準が用いられるかによって、訴訟の結果が決まってしまうことが多い²⁷⁴⁾。

どの審査基準が用いられるかは、問題となっている事実の性質によって決まる²⁷⁵⁾。通常は、問題となっている取締役の行為が、自己取引 (self-dealing) のような取締役の利益相反 (conflict of interest) がない場合や、敵対的買収などに対する防衛手段でない場合は、経営判断原則の適用を受ける。利益相反

269) 行為基準としての信認義務と、司法審査基準としての信認義務は性質が異なる。両者の乖離については、Melvin A. Eisenberg, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 FORDHAM L. REV. 437 (1993); William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 BUS. LAW. 1287, 1295 (2001) を参照。

270) Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

271) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985). 会社の売却や支配権の変動の場合は、Revlon 基準が用いられる。Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986); Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34 (Del. 1994).

272) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

273) この他の審査基準が用いられることもある。デラウェア会社法における司法審査基準については、Allen, Jacobs & Strine, Jr., *supra* note, 269; Norman Veasey & Christine T. Di Guglielmo, *What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments*, 153 U. PA. L. REV. 1399, 1420-36 (2005) も参照。

274) Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361, 1371 (1995).

275) *Id.* at 1371-72.

がある取締役の行為は、完全な公正²⁷⁶⁾によって審査される。防衛手段とされた場合は、取締役の行為は経営判断原則による保護を受ける前に、Unocal 基準などの高度な精査をクリアしなければならない²⁷⁷⁾。取締役の行為が自己取引や防衛手段とされることは多くないので、通常は経営判断原則の適用を受けることになる。

経営判断原則の適用があると、取締役は、経営上の判断を行う際に、情報に基づき、誠実に、行われる行為は会社の最上の利益になると正直に信じて行動したという推定を受ける。裁量の濫用がなければ、取締役の判断は裁判所によって尊重される。その推定を覆す事実を証明する責任は、その判断に異議を申立てる原告が負う²⁷⁸⁾。

取締役の判断はこのような推定を受けるので、原告により推定が覆されない限り、裁判所は取締役の判断を尊重し、干渉しない²⁷⁹⁾。すなわち、裁判所は、取締役の行為の差止も行わないし、取締役に責任を負わせることもない²⁸⁰⁾。

276) 原則として、利害対立のある取引を行っている取締役の側が、問題となっている取引は完全に公正であることを証明しなければならない。 *Weinberger*, 457 A.2d 701, at 710.

277) 防衛手段を用いている取締役の側で、脅威の存在と防衛手段の相当性を証明しなければならない。 *Unocal*, 493 A.2d 946, at 954-55.

278) *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (citation omitted). 最近の最高裁判所の判断も、このような定式化を用いている。 *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d at 264 n.66 (2000) (「経営判断原則は、Aronson 事件とほかの事件によって十分に定式化されてきた。…。従って、取締役に利害関係があったり、その判断に関して独立性を欠いていたたり、誠実に (in good faith) 行動していなかったり、相当な (rational) 経営目的の性質をもちえない方法で行動したり、合理的に利用可能なすべての重要な事実を考慮せずに、重大な過失のある過程によってその判断に到達したのでない限り、取締役の判断は裁判所によって尊重される。」)。

279) Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83, 87 (2004) (経営判断原則は、「審査のための厳格な前提条件が満たされるのでない限り、裁判所は実際に取締役会の判断を審査することを差し控えるという、不干渉の法理 (doctrine of abstention) と理解するのがよい」); Veasey & Di Guglielmo, *supra* note 273, at 1422 (Bainbridge 教授の経営判断原則は不干渉の法理であるという主張は「取締役による意思決定に裁判所は干渉しない、あるいは後知恵で判断しないという推定である、というデラウェア州の法理と整合的である」)り、その主張は、基本的には、正しい)。

280) 上述の審査基準は、取締役の責任の有無を判断する場合だけでなく、取締役の

そのため、取締役の行為の差止め²⁸¹⁾を求める原告や、取締役の責任を追及しようとする原告は、その推定を覆す必要がある²⁸²⁾。原告により推定が覆されると、裁判所は差止を行うべきか、または取締役に責任を負わせるべきかを判断するために、完全な公正などの他の基準を用いて、取締役の判断を審査することになる²⁸³⁾。

このように、デラウェア裁判所は、自己取引や敵対的買収への防衛策などのように、取締役と株主の間に利益相反²⁸⁴⁾があるかどうかによって、判断の方法や対象、介入の度合いを変えている。そうすることによって、裁判所は自らが事後的に実体的な内容に介入しなければならない場面を限定しようとしている。利益相反があるとされる場合は少ないので、裁判所が事後的に実体的な判

行った取引の効力や差止めの可否を判断する際にも用いられる。そのため、信認義務を用いた裁判所の判断では、取引の効力等は、取引を行った取締役の行為が信認義務に違反しているかどうかという形で判断されることになる。信認義務違反があったとされれば、取引の効力が否定されたり（例えば、*In re Toys "R" us, Inc., Shareholder Litigation*, No. 1212-N, 2005 Del. Ch. LEXIS 90, at *137 (Del. Ch. June 22, 2005)（「本件合併のディールプロテクションは、信認義務違反の産物として、無効である」））、差し止められたりする。

281) 予備的差止を求める訴訟は多い。デラウェア州で予備的差止め（preliminary injunction）が認められるための要件は、(1)本案（merits）で勝利する合理的な蓋然性（reasonable probability）、(2)差止による救済が認められなかった場合に回復不能な損害（irreparable harm）が発生する合理的な蓋然性、(3)差止めによる救済が否定された場合に原告の被る損害の方が、差止めによる救済が与えられた場合に被告の被る損害よりも大きいこと、である。差止めを求める訴訟では、(1)の要件を検討する際に、信認義務違反か否かが判断される。*Unitrin*, 651 A.2d 1361, at 1371.

282) DAVID A. DREXLER, LEWIS S. BLACK JR., & A. GILCHRIST SPARKS III, *DELAWARE CORPORATION LAW AND PRACTICE* §15.04 (1998).

283) *Id.* at §15.03.

284) 忠実義務違反が問題となりうる場合である。近年は、忠実義務と注意義務の他に、独立した義務として誠実義務があるとする議論もある。Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, 31 DEL. J. CORP. L. 1 (2006). しかし、デラウェア最高裁判所は、誠実義務は独立した義務ではないとしている。Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006)（「誠実に行動する義務は、注意義務や忠実義務と同じ地位に立つ独立した信認義務を確立していない」）（この事件は、近藤光男「従業員に対する監視と誠実義務」商事法務1806号（2007年）35-39頁で紹介されている）。

断を行う場面は少ない。

では、デラウエア裁判所が利益相反のある場合には実体的な介入を行おうとするのはなぜか。利益相反がある取引は、効率性を改善する取引ではなく、単なる富（wealth）の移転に過ぎない取引²⁸⁵⁾の可能性が高いからである²⁸⁶⁾。利益相反がある場合は、効率的な取引か否かを監視する必要性が典型的に高いので、実体的な内容についても介入的に綿密に判断するのである。

デラウエア裁判所が画一的なルールを事前に提供しようとししないのも、構築された取引が効率的であるかどうか（効率性が改善されるかどうか）によって事後的に選別（スクリーン）を行うことができるようにするためであると考えられる。前述のように、事前の明確性を重視すると、柔軟性が犠牲になり、画一的なルールにならざるを得ない。画一的で事前に明確なルールでは、このようなスクリーン機能を働かせにくいからである²⁸⁷⁾。

285) 比喩的に言うと、パイの大きさが大きくなる（効率性が改善される）ような取引ではなくて、パイの大きさは変わらずにパイの切り方だけが変る（富が移転ただけで効率性の改善がなされていない）ような取引である。数値例を挙げると、10の大きさのパイをAとBが6と4で切り分けている状態1から、ある取引によってAが8、Bが2を取るようになる状態2に移行するような取引である。この取引によりパイの大きさは10のままで変らないが（効率性の改善がない）、切り方が変り、AからBに2移転している（富が移転しているだけである）。

この取引では、パレート改善がなされない。Bの状態が悪化しているからである。上記の数値例だと、カルドア・ヒックス基準によっても、効率性は改善されていない。Bの損失を補償しうるだけのパイの増加がないからである。そのため、効率性の観点からは、この取引は禁止されるべきである。また、会社の存在意義は、社会に新たな富をもたらすことにあり、取締役も富を増加させるような活動を行わなければならないとすると、新たな富を産み出さない活動は抑制されるべきである。デラウエア裁判所による事後的な介入は、介入により取引を精査することによって、効率性が改善される場合とそうでない場合を区別し、前者のみを許容しようとする試みと考えることができる。デラウエア裁判所は、事後的に、効率性の改善がなされているか否かを監視しようとしているのである。

286) 敵対的買収も利益相反の一場面であるので、デラウエア裁判所は介入的になる。敵対的買収の場合、取締役の保身の危険という取締役と株主との利益相反だけでなく、債権者や従業員など会社の他の構成員からの富の移転の可能性もある。他の構成員からの富の移転にしかならず、効率性を改善しないような買収であれば防衛策を許容することによって、効率性の監視を行うことができる。

287) このように、デラウエア裁判所が、ケースバイケースで、事実を精査し、事案

しかし、実際にこのような選別を行うことは可能であろうか。可能であるとしても、裁判所にそのようなことを行う能力はあるのだろうか。デラウエア裁判所も、この点についての自覚は非常にあるようである。そのために、利益相反があり、実体的な内容の判断に介入することが要請される場面であっても、裁判所は自ら実体的な判断を行わねばならない機会をできるだけ減らすようにしようとする努力が見える²⁸⁸⁾。

そのような努力は、例えば、利益相反の典型的な場面であり、介入の必要性が最も高いはずの、少数株主の縮出合併の場合にも見られる。支配株主が縮出合併の取引を構築する際に、少数派の株主過半数による同意や十分な権限をもった独立取締役で構成される取引委員会など²⁸⁹⁾、縮出取引の公正性を担保しうる取引構造を用いている場合は、完全な公正についての証明責任が原告株主に転換されるという「アメ」をデラウエア裁判所は与えている²⁹⁰⁾。縮出合併においては情報が支配株主側に偏在しており、完全な公正でないことを原告株主が証明することは困難である。証明責任の転換がなされたら、原告株主が勝訴するのは困難になるので、支配株主は証明責任の転換を受けることによっ

に特化した判断を行うのは、望ましい場合とそうでない場合を選別する、すなわち単なる富の移転に過ぎない（パイの大きさは変わらず、切り方が変わるだけ）か、それとも効率性が改善され富の増加がある（パイ全体が大きくなる）かを精密に区別しようとする試みであると考えることができる。既に述べたように、ある取引が望ましいかどうかは、その取引の内容や様々な事情が明らかになった後でないと判断が困難である。できるだけ精密に望ましいものとそうでないものを区別することができるように、デラウエア裁判所は、ケースバイケースで、事実を精査し、事案に特化した判断を行うことになる。そのためには、事前の法準則は事後的な裁量の余地が大きい一般的・抽象的なスタンダードが望ましい。

288) Revlon 義務が課される範囲、いわゆる Revlon ランドを限定しようとする試みも、裁判所の介入の必要性を減少させようという試みであると考えることができる。

289) 支配株主による縮出合併という利益相反取引の場合、少数株主の議決は無意味なので（多数決を取れば少数株主は必ず負ける）、縮出取引が独立した対等な当事者による取引の構造と類似した構造になるように、取引構造を工夫する必要がある。独立した対等な当事者の取引であれば、望まぬ取引を拒否したり、条件を交渉する交渉力をもつはずである。少数派の株主過半数の同意を要求することによって拒否権を、独立取締役による取引委員会を要求することによって交渉権を（擬制的ではあるが）与えることができる。

290) Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

て大きな利益を受けることになる。証明責任の転換を受けるためには、縮出合併が公正な取引構造によって行われていると評価されなければならないので、公正な取引構造を構築させる強いインセンティブを支配株主に与えることができる。

このようにすれば、裁判所は、まず、少数株主の過半数による同意が縮出合併の条件となっているか、取締役や特別委員会に十分な独立性があるか、特別取引委員会に十分な権限が与えられているかなど、縮出取引の構造が公正かどうかを判断することになる。このような手続的な公正さが満たされていれば、完全な公正についての証明責任は原告に移転する。通常は原告が証明するのは困難なので、原告は負けることになり、縮出取引の内容自体の公正さを判断することなく訴訟は終わる。この場合、裁判所は縮出取引の取引構造というプロセスだけを見ればよく、縮出取引の内容についての実体的な判断を行うことを回避できる。このように、デラウェア裁判所は、縮出取引を構築する支配株主に、完全な公正についての証明責任の転換というアメを与えることによって、自ら自発的に縮出合併において公正な取引構造を構築しようとするインセンティブを与えようとしている²⁹¹⁾。そうすることによって、当事者自らの自発的な解決を促し、裁判所が実体的な判断を行う必要を減らそうとしている²⁹²⁾。

291) 確かに、いくら縮出取引の取引構造が公正であったとしても、取引の内容それ自体の公正さや、取引により効率性が改善されることを保証するわけではない。しかし、これらを本当に判断できるのか、できるとしても裁判所は判断する能力があるかは疑問なので、手続の公正さで内容の公正さや効率性を代替しようとするのである。次善のアプローチである。

292) デラウェア裁判所が実体的な内容についての判断をできるだけ回避しようとしているのは、当事者の間の分配の問題に立ち入らないようにしようとしているからかもしれない。比喩的にいうと、パイが大きくなったかどうかには関心があり、そのチェックはするが、パイの増加分を当事者でどのように切り分けるかという分配の問題には関心が無いし、立ち入りたくない、ということである。そもそも、パイが大きくなったか否かを判断したり、増加分はどれだけかを判断する能力が本当に裁判所にあるか疑問があるし、仮にあるとしても、増加分をどのような基準で分配すべきか、例えば取引への貢献度で分けるのか、それとも単純に均等割りするのか、分配の基準をどうすべきかという難問に取り組みなければならないからである。裁判所が独自の判断で事後的に分配を行うと、当事者の事前のインセンティブを損な

このように、デラウェア裁判所は、主に経営判断原則を用いることにより、実体的な判断を行わなければならない場面を限定し、意思決定や取引構築のプロセスには判断を加えるが、内容自体はできるだけ判断しないですむようにすることによって、事前の効率性を尊重しようとしている。

３．行政提供の指針とデラウェア裁判所のポリシーの親和性

日本の新会社法に基づく裁判所の判断はまだ少ないので、日本の裁判所が新会社法の下で効率性をどれだけ重視するかは分からない。しかし、行政の提供した防衛策の指針やMBOの指針、企業価値報告書は効率性を重視しているように思える。これらの指針のポリシーは、上述のデラウェア裁判所のポリシーと親和的である²⁹³⁾。

企業価値報告書や防衛策の指針でも、MBOの指針でも、企業価値が中核概念となっている。企業価値報告書では、企業価値とは、「企業が産み出す将来収益の現在価値」であるとされる²⁹⁴⁾。企業価値報告書では、企業価値を高める

い効率性を低下させてしまう可能性もある。そのため、裁判所は、分配の問題もできるだけ当事者の自主的な解決に委ねようとしている。何が実体的に望ましいかは実際には判断が困難なので、取引の実体的な内容に対する当事者の満足ではなく、取引における当事者の手続的な満足や納得を高めようとしている。両当事者が納得いく取引や意思決定の手続であれば、その取引の内容もおそらく両当事者が満足できるものであるといえるのではないかと考えるのである。手続的な満足を確保すべく、取引の交渉過程や構造、意思決定などのプロセスの質を高めることができるようにインセンティブを与えることが裁判所の一次的な役目であると考えているようである。そのために、裁判所の審査の重点も、実体的な内容とは直接の関係のない、プロセスに重点が置かれている。

293) 正確には、デラウェア裁判所のポリシーを日本でも実現すべく、指針が作成されたというべきである。

294) 企業価値報告書34頁の図2-3を参照。その頁の本文では、企業価値とは「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が産み出す将来の収益の合計」とされている。そのすぐ下の図2-3では、「企業が産み出す将来収益の現在価値」と「企業価値」が太い線で結びつけられているので、図2-3は企業価値を「企業が産み出す将来収益の現在価値」と定義していると考えられる。図2-3の定義は、ファイナンス理論の基本的な考えと整合的である。ファイナンス理論では、ある資産の価値は、その資産が将来生み出すと予想されるキャッシュフローを適当な割引率を用いて現

のが望ましい買収であり、そうでないのが望ましくない買収であるとされている²⁹⁵⁾。同様に、MBOの指針では、企業価値を高めるMBOが望ましいMBOであり、そうでないのが望ましくないMBOであるとされている²⁹⁶⁾。このように、買収や防衛策の是非、MBOの是非を決定する中核概念は企業価値であり、企業価値が増加するかどうか判断基準となるとしている。企業価値イコール富と考えることができる²⁹⁷⁾、企業価値の増加を基準とする考え方は、効率性を基準とする考え方と基本的には同じ発想である²⁹⁸⁾。そうであるなら、企業価値報告書は、買収によって企業価値イコール富が増加するか否か、すなわち効率性が改善するかどうかを基準に判断すべきことを提言していることになる。企業価値報告書は、防衛策の採用の可否により、効率的な買収か否かの選別を試みようとしている。

効率的な買収が望ましい買収であるという表現をすると、拒絶反応がおこる危険が高いので、同じ概念を表すのに企業価値という言葉を用いたのであろう²⁹⁹⁾。

在価値に引き直したものの総和であるとされる。そのようにして現在の金銭価値に換算するのは、異なる資産やプロジェクトの間の比較可能性を確保し、それらの選択や意思決定を可能にするためである。このように、企業価値を現在の時点の金銭価値で評価できるなら、異なる買収提案の相互比較や、提案により企業価値が高まるかを、いくつかの仮定が必要であるが、判断できることになる。図2-3の定義が本文の定義にない「現在価値」という言葉を入れているのは、企業価値報告書の「企業価値」概念を用いた議論はこのような考えを前提にしているということを示すためかもしれない。

295) 企業価値報告書83頁(「企業価値を高める買収提案であれば買収が実現し、企業価値を損ねるものであれば買収が実現しないことが望ましい。防衛策…は、企業価値を損なう買収提案を排除するものであれば認められるべきであるが、反対に企業価値を高める買収提案は排除しない」ような防衛策が適当であるとする)。

296) MBOを行う上で尊重されるべき原則の第1原則として、「望ましいMBOか否かは、企業価値を向上させるか否かを基準に判断されるべきである」とする。MBOの指針9頁参照。

297) 企業価値は注294のように考えると金銭評価可能であるということになるので、富を金銭評価できるとすれば、富と企業価値はともに金銭で評価できることになる。

298) 企業価値報告書は、仮説的補償でもよいと考えているかどうかは分からない。

299) 日本では「効率性」という言葉に対するアレルギーが強いという理由だけでなく、効率性の概念に対してなされる様々な理論的・倫理的批判を回避するという理由もあったと思われる。そのような批判を受けないようにするために、実質的には同じ内容を表そうとしているのであっても、言葉を変えて表現したと思われる。

行政のレベルでは、買収防衛策やMBOのような会社法の中核的で重要な問題について、効率性を基準とすべきであると主張しているように思われる³⁰⁰⁾。

防衛策の指針やMBOの指針の内容が、今後裁判所でどれだけ受け入れられるかは分からない。完全に、そっくりそのまま受け入れられることはないだろう。しかし、現時点で一定の影響を実務や裁判所の判断³⁰¹⁾や会社法学に与えているし、これからも与えていくだろう。もしそうであるなら、日本においても、無意識のうちに、効率性の概念や効率性に基づいた判断のポリシーが浸透し、受容されることになるかもしれない。

V. 終わりに

2005年に成立した日本の新会社法は、規制緩和により自由で柔軟な会社法制を実現することが目的とされている。この目的はデラウエア会社法の目的と共通であるが、会社法の立法のアプローチは随分と異なる。デラウエア会社制定法は、重要な問題について規定自体を設けなかったり、曖昧な文言の規定（スタンダード）を好んで用いている。そうすることによって、ポリシー選択や具体的な法内容の提供、自由の濫用の是正などを裁判所に委ねる傾向がある。裁判所の事後的な役割に委ねているので、司法依存モデルというのが適切である。それに対し、日本の新会社法は、詳細に成文化することによって、可能な限り事前の明確性を追求しようとする傾向がある（ルール志向）。その選好は、法務省令への大量の委任と法務省令の実質化に特に現れている。会社法規範の曖昧性は、行政のイニシアティブにより、可能な限り事前に法務省令で解決しようとしているようなので、行政主導モデルということができる。

本稿では、まず、日本とデラウエア州でなぜこのような立法のアプローチの

300) ここにも、行政が、効率性の重視という提言をすることによって、法の発展の方向性に影響を与えたいという意欲が見て取れる。

301) 企業価値、株主共同の利益、買収防衛策の必要性や相当性など、企業価値報告書の基本的な考えは既に裁判所の判断に影響を与えている。

違いがあるかを考えた。公益目的を増進するために立法を行っているという立法者性善説的な観点からと、公益目的だけでなく自己の利益も追求するために立法を行っているという立法者性善説的な観点から、いくつかの仮説を提示した。次に、デラウエア州と日本の立法に対する選好の違いは、両者が置かれている制度的・背景的要因と密接な関係があり、それぞれの立法ポリシーの違いは、それぞれの制度的・背景的要因に適合的であることを示した。デラウエア州の場合は、会社法の提供における州の競争というアメリカに特有の要因だけでなく、全米のなかでも非常に特異な裁判所制度や全米中1, 2を争う弱小州であるというデラウエア州に特有の要因が、スタンダード志向という立法の選好に大きな影響を与えている。最後に、両者の置かれた制度的・背景的要因は異なるものの、両者の会社法には類似した点があり、デラウエア裁判所の判断のポリシーは日本の裁判所の判断や行政の公表する指針等にも影響を与えていることを示した。取締役と株主や支配株主と少数株主など、会社の内部的な利益相反の規律という会社法の中核的な領域（アメリカ会社法で受認者の信認義務の問題とされる領域）においては、デラウエア裁判所のポリシーが日本の会社法に大きな影響を与えるようになってきている。

* 本稿は、財団法人日本証券奨学財団による研究助成と、科学研究費補助金（若手研究(B)）による成果の一部である。